

الفصل الأول

مفهوم وعناصر التمويل الدولي

المبحث الأول

التدفقات المالية الدولية

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

- العلاقة بين التمويل الدولي وتحركات رؤوس الأموال.
- تحركات رؤوس الأموال والتقلبات في أسواق المال الدولية.
- العوامل الأساسية التي تؤثر على تدفق رأس المال.

طبيعة وأهداف التحركات الدولية لرأس المال

يتنوع تاريخ التمويل الدولي إلى درجة كبيرة. فقد ازدادت الروابط خلال القرن الماضي عبر تدفقات التجارة وحركات رؤوس الأموال، وهذا ما أدى إلى زيادة درجة الاعتماد المتبادل Interdependence. وبالنتيجة فإن الشكل الذي يتخذه النظام المالي الدولي بدأ يصبح أكثر أهمية في التأثير على مستويات معيشة دول العالم، وفي تحديد قدرة هذه الدول على جذب التدفقات المالية المترافقة بالاستثمارات والتطوير.¹

وترتبط قضايا التمويل الدولي أساساً بطبيعة التحركات الدولية لرؤوس الأموال بين دول العالم المختلفة. وتختلف الدوافع وراء انتقال رؤوس الأموال عبر الحدود السياسية للدول باختلاف نوعية رأس المال واتجاهاته والآجال الزمنية التي ينتقل على أساسها. وقد تغير هيكل التحركات الدولية لرؤوس الأموال مع الزمن نتيجة للتغيرات الاقتصادية الحاصلة في العالم ومن أهمها:

١. التغيرات الحاصلة في النظام النقدي العالمي؛

1 Heather D. Gibson, 1996.- International finance: exchange rates and financial flows in the international financial system.. P.1

٢. تعويم عملات مختلف الدول؛
 ٣. تراكم فوائض الدول النفطية في الأسواق المالية الدولية؛
 ٤. نمو أسواق العملات الأوروبية؛
 ٥. ظهور آليات جديدة للتمويل في أسواق الائتمان الدولية.
- وقد شكلت أزمة ديون البلدان النامية المتراكمة وخاصة المصرفية منها أهم التحديات التي واجهت النظام المالي الدولي، تلك الديون التي تعتبر نتاجاً للتشابك المالي الحاصل بفعل التحركات الدولية لرؤوس الأموال.

والأصل في التدفقات الرأسمالية Capital Flow أنها تعكس تدفقات عينية بين الدول، إذ أن حجم التجارة الدولية من السلع والخدمات يعكس حجماً معيناً من تدفقات رؤوس الأموال، ومن ثم فإن تزايد التدفقات المالية بدرجة تزيد عن التدفقات العينية من السلع والخدمات بين الدول يؤدي إلى نمو ظواهر غير طبيعية، وتساعد لما يسمى بظاهرة **الاقتصاد الرمزي**، الذي يشير إلى وجود تيارات متزايدة من رؤوس الأموال تفوق الحاجة الفعلية للاقتصاد الدولي من هذه التدفقات. وأصبحت بذلك حركة رأس المال بعيدة عن حركة التجارة الدولية، كما أصبح لتحركات رأس المال آلياته الخاصة في التنقل عبر الحدود السياسية لدول العالم المختلفة.

وقد أسهم **انهيار النظام النقدي الدولي** الذي شكل الدولار الأمريكي أهم مقوماته، منذ بداية السبعينيات من القرن الفائت في تصاعد ظاهرة الاقتصاد الرمزي. فقد أجمت التدفقات الضخمة بالدولار في نهاية الستينيات حمى المضاربة في الأسواق الدولية، وزاد الأمر تعقيداً إصابة ميزان التجارة الأمريكي بعجز شديد في مطلع السبعينيات، واستمر هذا العجز بعد ذلك بشكل أصبحت معه الولايات المتحدة الأمريكية أكبر دولة مدينة في العالم. ولكن هذه المشكلة بحد ذاتها لم تثر قلق الولايات المتحدة على اعتبار أن الدولار الأمريكي بقي يحتل الصدارة بين العملات الرئيسية وبقي يشكل الأساس الفعلي للنظام النقدي العالمي. وبقيت معظم دول العالم محتفظة بكميات كبيرة من الدولار في احتياطاتها الخارجية، وبالتالي فإن أي تخفيض في قيمة الدولار الأمريكي ما هو في الحقيقة إلا تخفيضاً للاحتياطات الخارجية لدول العالم المختلفة

وبنفس النسبة. فالولايات المتحدة وبفعل موقعها كقاطرة للاقتصاد العالمي بقيت قادرة على التأثير في التحركات الدولية لرأس المال من خلال سياساتها النقدية وسيطرة الدولار على شؤون النقد والمال في العالم.

لقد صاحب قرار الحكومة الأمريكية بإيقاف تحويل الدولار إلى ذهب وتخفيض قيمته مرتين اضطرابات شديدة في أسواق النقد الدولية. وكان صندوق النقد الدولي IMF قد سمح للدول الأعضاء **بالتعويم** Floating System، مع السماح بزيادة في حدود تقلبات أسعار التبادل من ١% إلى ٢,٥%، ومع إمكانية تعديل أسعار الصرف عند اللزوم وإعطاء الحق للدول الأعضاء في تعويم عملاتها تحت ظروف خاصة وبموافقة خاصة من الصندوق وذلك تجنباً للتعويم المفاجئ لل عملات وما يتبعه من تقلبات أسعار الصرف وذلك بعد التعديل الثاني لنظام الصندوق في عام ١٩٧٦م وبعد انهيار نظام أسعار الصرف الذي حددته اتفاقية بريتون وودز.

كما قرر الصندوق أن تكون تسوية الحسابات الدولية عن طريق أصول احتياطية لها قبول دولي عام، وليس من خلق دولة ما بذاتها، كما كانت الحال بالنسبة للولايات المتحدة الأمريكية، التي كانت تمول العجز في ميزان مدفوعاتها بالدولار. وهذه الأصول الاحتياطية يمكن أن تكون ذهباً أو عملات أخرى قابلة للتحويل أو **حقوق السحب الخاصة** Special Drawing Rights. وحقوق السحب الخاصة هذه هي وحدة حسابية، (نقد دولي)، ليست من ذهب أو فضة ولا عملة لبلد معين. يقوم بإصدارها صندوق النقد الدولي، بوصفه مصرفاً مركزياً دولياً، ويتم تقويمها على أساس سلة من العملات الرئيسية.

الإطار رقم (1-1). طبقاً لنظام التعويم تتقلب أسعار الصرف بحرية تامة حسب قوى العرض والطلب. فإذا انخفض الطلب على صادرات دولة ما مع بقاء حجم الواردات ثابتاً ينقص الطلب على العملة المحلية في سوق النقد العالمي وبالتالي ينخفض سعر صرفها. ونتيجة لانخفاض سعر الصرف ترتفع أسعار الواردات، مما يسبب نقصاً في الطلب على الواردات. كما أن انخفاض سعر صرف العملة المحلية يترتب عليه انخفاض أسعار صادراتها وبالتالي يزداد الطلب على الصادرات من جديد، مما يؤدي

إلى إعادة التوازن إلى ميزان المدفوعات. وهذا ما يطلق عليه اسم آلية أسعار الصرف Exchange Rate Mechanism وفي حالة تكرار تقلبات أسعار الصرف فإنه لابد من تدخل السلطات النقدية في سوق الصرف الأجنبي.

العوامل المؤثرة في تدفقات رأس المال

وقد أدى التراجع عن اتفاقية بريتون وودز في النصف الثاني من العقد السادس من القرن الماضي، وما صاحب ذلك من تقلبات شديدة في الأسواق المالية الدولية، إلى زيادة المخاطر المرتبطة بأسعار الفائدة وأسعار الصرف، مما زاد نشاطات المضاربة Speculation واضطر المتعاملين في أسواق المال الدولية إلى استحداث طرق جديدة لتأمين وضمان نشاطاتهم المالية المستقبلية (التحوط) Hedging من مخاطر محتملة. وهكذا نشأت أسواق مالية جديدة تتعامل على أساس عقود تبرم اليوم وتنفذ في المستقبل يطلق عليها اسم الأسواق المستقبلية Futures، وأسواق الخيارات Options والمقايضة Swap. ومنذ بداية العقد السابع من القرن الفائت أصبحت هذه الأسواق ذات أهمية متنامية.

الإطار رقم (١-٢). في منتصف شهر شباط من عام ١٩٨٠ بدأت موجة ارتفاع في أسعار الفوائد في الولايات المتحدة الأمريكية، حين رفع سعر الخصم من ١٢% إلى ١٣% وتصاعدت أسعار صرف الدولار بالنسبة لعملات الدول الأخرى (كالمارك الألماني والين الياباني)، مما اضطر هذه الدول إلى اتخاذ إجراءات نقدية مماثلة، ولكن ذلك لم يحد من تراجع أسعار صرف عملات هذه الدول إزاء الدولار، وذلك نظراً لزيادة الفوارق بين معدلات الفائدة على تلك العملات مقارنة بمعدلات الفوائد على الدولار. وهكذا تدفق رأس المال إلى أمريكا، بهدف الاستفادة من فرق أسعار الفائدة المرتفع.

وتعتبر أسواق رأس المال أكثر قدرة وأسرع استجابة للتغيرات المتوقعة في الظروف الاقتصادية والسياسية، من أسواق السلع والخدمات. والعوامل الأساسية التي تؤثر على تدفق رأس المال Capital Flow بصورة فعلية ومتوقعة، تتمثل أساساً في التغيرات الحاصلة في المعدلات النسبية، الفعلية والمتوقعة، للعائد. وتنشأ هذه بسبب

التغيرات في الفوارق بين أسعار الفائدة، الفعلية والمتوقعة، وبسبب التحركات المتوقعة لأسعار الصرف. وأخيراً بسبب المخاطر النسبية للاحتفاظ بمختلف الأصول. وأحد أهم هذه المخاطر هو التضخم وانخفاض القوة الشرائية للعملاء. وإذا ما ترك العامل الثالث جانباً، فإنه يظهر أن بين أسعار الفائدة وتقلبات أسعار صرف العملات المختلفة علاقة وصلة وثيقة تؤثر مباشرة في حجم عائد الاستثمار الفعلي والمتوقع. ويتحدد سعر صرف عملة ما بعوامل اقتصادية وغير اقتصادية كثيرة، أهمها أساساً العرض والطلب على تلك العملة. ونتناول في المحاضرات اللاحقة تفصيلاً لمختلف الموضوعات الواردة أعلاه.

الإطار رقم (١-٣). تتم عمليات بيع العملات الدولية والأوراق المالية (أسهم، سندات، وشهادات إيداع وغيرها) في الأسواق المستقبلية Futures طبقاً لنظام محدد Standard من حيث الكمية ويتفق على سعر معين يدفع في موعد مستقبلي محدد ويوثق في اتفاقية مصدقة Financial Futures Contract وحفاظاً على مصالح الأطراف المتعاملة في السوق المالية تقوم دار المقاصة Clearing House بجميع الأعمال المتعلقة بالاتفاقيات بين الأطراف المتعاقدة وتكون هي الضامن للجميع في السوق وذلك مقابل مبلغ محدد يدفع مسبقاً يطلق عليه اسم هامش الحماية أو الصيانة Maintenance Margin أو مقابل مبلغ أساسي محدد يطلق عليه اسم الهامش الأساسي Initial Margin. .

المبحث الثاني

ماهية التمويل الدولي

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

- مصطلح وخصوصية التمويل الدولي.
- أنواع التحركات الدولية لرأس المال.
- المضمون المتغير للتمويل الدولي.

في مصطلح "التمويل الدولي"

يشير مصطلح التمويل الدولي إلى انتقال رؤوس الأموال بكافة أشكالها بين دول العالم المختلفة، ويتكون المصطلح من كلمتين، تشير الأولى إلى ندرة المعروض من رأس المال مقارنة بالمطلوب منه مما يؤدي إلى فجوة بين العرض والطلب على رأس المال ويتطلب ذلك ضرورة سد هذه الفجوة.

وتشير الكلمة الثانية إلى الصفة التي تحكم عملية التمويل من حيث كونه دولياً، ويعني ذلك أن تحرك رأس المال ينطوي على تجاوز الحدود السياسية لدول العالم. من هنا فإن الصفة الدولية تعكس اختلافات في مدى وفرة وندرة عنصر رأس المال فالعامل الحاسم في تحديد الاتجاه الذي يسلكه رأس المال من دولة إلى أخرى هو شكل العلاقة بين الادخار والاستثمار على المستوى الوطني. والجدير ذكره هنا أن ندرة رأس المال في دولة ما تؤدي إلى ارتفاع عائد هذا العنصر في هذه الدولة وبالتالي يأخذ اتجاه التدفق إلى داخل الدولة Inflow.

ولكن ما هي خصوصية التمويل الدولي؟

يقضي العرف أن نستمر في الإشارة إلى موضوع الكتاب وهي التمويل الدولي، إلا أنه في الواقع ليست كلمة "دولي" هي الخصوصية المقصودة ! إذ لم يبق سوى بعض الحواجز أمام التجارة الدولية والتدفقات المالية، وبعض الأحداث المالية الهامة تترك تأثيرها بسرعة على العالم، وبالتالي فكل تمويل هو "دولي". وبالإضافة

إلى كون أسواق المال المحلية مرتبطة ومندمجة دولياً، فإن المشكلات التي تعترض الشركات والأفراد في مختلف بقاع العالم تبدو متشابهة إلى حد كبير.

وبرغم أن معظم، إن لم يكن كل التمويل يجب أن ينظر إليه في إطار دولي، فإن هناك مشكلات خاصة تنشأ من العلاقات بين الدول. وأغلب هذه المشكلات، تعود إلى استخدام عملات مختلفة في دول مختلفة والحاجة إلى تبادل هذه العملات. وتحدد أسعار صرف العملات وفق ترتيبات متنوعة، ولذا فإن كلاً من الأسعار والترتيبات عرضة للتغير. وللتغيرات في أسعار الصرف بين العملات تأثيرات كبيرة على المبيعات، والتكاليف، والأرباح ومستويات حياة الأفراد. وبالإضافة إلى تعقيدات أسعار الصرف، هناك مشكلات دولية خاصة تأتي من الفرص والمخاطر المرتبطة بالاقتراض والاستثمار عبر الحدود.¹

وفي تحليلنا لتحركات رؤوس الأموال ليس القصد هو انتقال رؤوس الأموال العينية في شكل معدات وآلات مختلفة فذلك يدخل في مجال التجارة الدولية في السلع، ولكننا نقصد بهذه التحركات، بالدرجة الأولى، انتقال رؤوس الأموال في شكل عمليات إقراض واقتراض بين مختلف الأطراف الداخلة في التمويل الدولي، ويشير الأمر الأخير إلى تأثير هذه التحركات الرأسمالية على تغير الحقوق والالتزامات المترتبة عليها.

الإطار رقم (١-٤) إذا قام أحد رجال الأعمال السوريين أو إحدى الهيئات أو الحكومة السورية بطرح سندات للبيع في السوق المالية بلندن، وقامت المصارف والمؤسسات والمواطنون الإنكليز بشراء هذه السندات، فإن ذلك يعتبر انتقالاً لرأس المال على المستوى الدولي، ويخلق ذلك بطبيعة الحال حقوقاً لمن قام بشراء السندات والتزامات أجنبية لمن قام بطرح السندات للبيع. وعند استخدام حصيلة بيع السندات لدفع فاتورة الواردات السورية، فإن ذلك يدخل في إطار التجارة الدولية في السلع والخدمات. وفي الغالب لن يقدم المستثمر على شراء السندات المطروحة للبيع، إلا إذا كان معدل العائد على هذه السندات أكبر مما يمكن تحقيقه من الفرص الاستثمارية الأخرى داخل لندن.

1. Maurice D Levi, 1996-International Finance: the markets and financial management of multinational business. P1.

ويشير هذا الأمر إلى أن الانتقال الدولي لرأس المال يتم وفقاً لمقدار العائد المحقق من هذا الوعاء الاستثماري وهو السندات في حالتنا، مقارنةً بالعوائد الأخرى التي يمكن تحقيقها من التوظيفات الاستثمارية الأخرى سواء أكان ذلك داخل الدولة أم خارجها.

وكما أسلفنا فإن الانتقال الدولي لرأس المال، إنما يتم وفقاً للمعدلات النسبية، الفعلية والمتوقعة للعائد. ولكننا قد نجد في بعض الأحيان أن صافي الانتقال أو التحرك يتجه إلى خارج الدولة رغم ما قد تتصف به من ندرة في رأس المال. ويمكن إرجاع هذا الأمر إلى أزمات الدين الخارجي ومشاكل الاضطراب المالي من ناحية، وإلى عمليات المضاربة على تغيرات أسعار الصرف واختلاف مستويات الفائدة من ناحية ثانية، وإلى اضطراب الأوضاع السياسية والاجتماعية من ناحية ثالثة. ويؤثر عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي والاجتماعي في دولة ما على اتجاه رؤوس الأموال إلى خارجها بغض النظر عن حاجة هذه الدولة الشديدة إلى الاقتراض الخارجي. ويطلق على الظاهرة الأخيرة "هروب رؤوس الأموال".

أنواع التحركات الدولية لرأس المال

انقسمت التحركات الدولية لرؤوس الأموال في إطار التمويل الدولي بصفة عامة إلى تحركات رسمية وتحركات خاصة. ويقصد بالتحركات الخاصة لرأس المال تلك القروض الممنوحة من جهات خاصة (أفراد ومؤسسات) إلى حكومات الدول الأجنبية أو المؤسسات العامة أو الخاصة فيها. ويأخذ هذا النوع من التحركات أشكالاً عديدة منها التالية:

- تسهيلات الموردين Suppliers Credit.
 - تسهيلات أو قروض مصرفية Bank Credit.
 - طرح سندات في الأسواق الدولية International Bonds Issues.
 - الاستثمار المباشر واستثمارات المحفظة Direct and Portfolio Investment.
- بينما يقصد بالتحركات الرسمية لرؤوس الأموال، تلك القروض التي تعقد بين حكومات الدول المقرضة، وحكومات الدول المقترضة، أو إحدى هيئاتها العامة أو الخاصة. كما يدخل في نطاق التحركات الرسمية، تلك القروض التي تعقد بين

الحكومات المقترضة والمنظمات الدولية والإقليمية متعددة الأطراف، وعلى ذلك فإن التحركات الرسمية تأخذ أشكال مختلفة هي الأخرى منها التالية:

- قروض حكومية ثنائية Bilateral.
- قروض دولية متعددة الأطراف Multilateral.
- قروض إقليمية متعددة الأطراف.

ويمكن القول: أن رؤوس الأموال الخاصة تتحرك إجمالاً، بهدف تحقيق أكبر عائد ممكن، وقد ينطوي هذا الهدف على الرغبة في زيادة الصادرات كما في حالة تسهيلات الموردين، أو على الرغبة في زيادة الأرباح كما في حالة القروض المصرفية والسندات الدولية والاستثمارات المباشرة. وترتبط التحركات الرسمية لرؤوس الأموال، إلى حد كبير بالعوامل السياسية حيث ترى الدولة المانحة ضرورة تحقيق أهداف سياسية معينة في المناطق التي توجه قروضها إليها.

وعادة تتضمن تدفقات رأس المال الدولي، تدفقات طويلة الأجل وأخرى قصيرة الأجل. وتتحرك التدفقات الرأسمالية طويلة الأجل لشراء وبيع الأسهم والسندات عبر الحدود السياسية للدول المختلفة. ويمكن التمييز في إطار التحركات طويلة الأجل بين الاستثمار في محفظة الأوراق المالية Portfolio Investment والاستثمار الأجنبي المباشر Foreign Direct Investment. ولهذا التمييز أهمية خاصة بالدافع الحقيقي الكامن وراء كل من هذه التحركات. فالاستثمار في المحفظة يتضمن شراء مختلف الأصول المالية من أسهم وسندات بهدف تحقيق معدل معين من العائد دون اكتساب الحق في إدارة ورقابة المؤسسات أو الهيئات التي تصدر هذه الأصول. أما الاستثمار الأجنبي المباشر فإنه يتضمن امتلاك أسهما في إحدى الشركات مع اكتساب الحق في إدارة ورقابة العمل داخل هذه الشركة. وقد يتضمن الاستثمار المباشر كذلك قيام المستثمر الأجنبي بإنشاء شركة جديدة وامتلاك كل أسهمها وهو في ذلك يدير ويراقب وينفذ العمل بشكل منفرد ومستقل نظراً لعدم وجود شركاء محليين.

أما بالنسبة للتحركات الرأسمالية قصيرة الأجل فإنها تنطوي على التعامل بيعاً وشراء في الأصول المالية قصيرة الأجل مثل السندات الحكومية قصيرة الأجل،

والقروض المصرفية وأذون الخزانة، هذا فضلاً عن الودائع لأجل وشهادات الإيداع القابلة للتداول... إلخ.

المضمون المتغير للتمويل الدولي

لقد تغيرت نوعية تحركات رؤوس الأموال، كما تغير مضمون التمويل الدولي، فقد شهدت سنوات الثمانينات وبداية التسعينات من القرن المنصرم تطوراً كبيراً في هذا المجال. ويرجع هذا التطور في حقيقة الأمر إلى المحاولات المتعددة التي هدفت إلى إنعاش النظام المالي الدولي وإيجاد الوسائل والتقنيات المالية البديلة لتخفيف الأزمات وحماية النظام المالي الدولي من الانهيار. فبينما كانت القروض المصرفية والديون المباشرة، تشكل أهم الأدوات، نجد الأوراق التجارية NIF's وأدوات الخيارات Options والمقايضة Swap والمستقبليات Futures قد حلت مكانها. وفي حين كانت المصارف التجارية وأسواق الأسهم، هي المؤسسات المسيطرة، باتت هذه المصارف والأسواق تلاقى اليوم تحدياً من مصارف الاستثمار، وشركات الأوراق المالية وأسواق الخيارات والمستقبليات. وبينما كانت الأسواق الخاضعة للسلطات النقدية المحلية Onshore هي مكان الإصدارات الجديدة ونشاطات المتاجرة بالأصول، فإن أسواق اليورو Euromarkets أو الأوفشور Offshore الأقل خضوعاً لسلطان الرقابة النقدية أو المالية قد استحوذت على أغلب هذه الإصدارات ونشاطات المتاجرة.¹

1 Richard M. Levich, 1998 -International Financial Markets: Prices and Policies. P.4.